

АНАЛИТИЧЕСКИЕ ВОЗМОЖНОСТИ ПУБЛИЧНОЙ ОТЧЕТНОСТИ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ (интерпретация публичной отчетности)

Никифорова Е.В., к.э.н., доцент, зав. кафедрой «Бухгалтерский учет, анализ и аудит», первый вице-президент Самарского территориального института профессиональных бухгалтеров, проректор по учебной работе

*Волжский университет им. В.И.Татищева,
г. Тольятти*

По мере того как все больше стран движется к культуре акционерной собственности, высококачественная финансовая информация превращается в валюту, которая правит рынком.

Артур Левит, выступление на совещании American Council on Germany. New York, 1999, oktober 7.

Реформирование иерархической экономики России в 90-х годах прошлого столетия привело к возникновению предприятий различных организационно-правовых форм собственности. Среди организационно-правовых форм наибольшее распространение получили акционерные общества. Это связано прежде всего с тем, что большинство крупных и средних предприятий в период приватизации перешли к акционерной форме хозяйствования, а также с тем, что акционерные общества наиболее приспособлены для функционирования в условиях рыночного хозяйства в силу ряда причин:

- взаимозависимость деловых партнеров (акционерная форма позволяет привлечь в состав своих акционеров поставщиков и покупателей, создавая общую заинтересованность в результатах деятельности предприятий, что особенно важно в условиях нестабильной экономики, разрыва хозяйственных связей);
- привлечение капиталов лиц, которые сами не могут заниматься предпринимательской деятельностью, однако планируют получить на этот капитал доходы в виде дивидендов на акции;
- экономическая демократия (выпуск акций и их распределение дает возможность контроля хозяйственной деятельности и управления акционерами);
- производительное использование денег (выпуск акций привлекает инвестиционные средства для расширения и модернизации производства);
- эффект кооперации (эффективное использование финансового, физического капитала и людских ресурсов позволяет сочетать интересы всех участников акционерного общества);
- ограниченная ответственность акционеров (участники акционерного общества (акционеры) не отвечают по его обязательствам);
- законодательная необходимость представления публичной отчетности ее пользователям в целях защиты их интересов.

В своей статье мы более подробно остановимся на последней причине успешного функционирования акционерных обществ.

На Западе имеется ряд источников, собирающих сведения о фирмах. Среди них наибольший интерес и практическую ценность представляют фирменные справочники, публикации (годовые отчеты, каталоги, проспекты, рекламные издания), материалы специализированных информационных компаний и организаций, справки банков, а также материалы периодической прессы. Широкое распространение получили компьютерные банки данных, содержащие деловую информацию о множестве фирм. Повседневной практикой стал выпуск информационных обзоров, где приводятся списки фирм и лиц, нарушающих деловую этику. Такое комплексное использование различных источников информации дает возможность субъектам рынка составить достаточно полное представление о фирмах.

Надо отметить, что в нашей стране в этом направлении предприняты первые шаги. Деловые партнеры предприятия могут получить интересующие их сведения посредством знакомства с доступными для них источниками – открыто предъявляемой информацией. В современной российской экономике публичная отчетность призвана сыграть роль особого товара (информационного продукта) – полезной деловой информацией, позволяющей:

- а) на законных основаниях защищать собственность и экономические интересы лиц (физических и юридических), принимающих участие в делах предприятий;
- б) организовывать информационно насыщенный механизм рыночных отношений между субъектами, характеризующимися деловой активностью, а также с институциональными структурами рынка, обслуживающими их деятельность и представляющими интересы государства, на территории которого ведется эта деятельность.

Недостаток информации, предоставляемой пользователям, может серьезно ограничить приток дополнительных капиталов как источников расширения деятельности любого хозяйствующего субъекта, потому что многие деловые партнеры предприятия не могут получить интересующие их сведения (о финансовой устойчивости общества, о перспективах развития, о платежеспособности и т.п.) иначе, как посредством знакомства с доступными для них источниками – публично предъявляемой бухгалтерской отчетностью.

Исходя из вышесказанного, одной из проблем в современных условиях, имеющей теоретическое и практическое значение, является предоставление такой информации, которая позволит ее пользователям ответить на такие вопросы, как:

Какие показатели дают наиболее качественную оценку жизнеспособности хозяйствующего субъекта?

Какие показатели необходимо рассчитывать при оценке финансового здоровья организации?

Какой набор показателей необходим для интерпретации отчетности акционерами, деловыми партнерами, потенциальными инвесторами и проч.?

Количество пользователей публичной отчетности постоянно находится в динамичном состоянии и может значительно варьироваться в зависимости от конкретных экономических условий. Конечно, публичная отчетность не в состоянии дать абсолютно полную информацию в условиях динамичного рынка, поэтому пользователи отчетности при вынесении своего суждения будут опираться на те ключевые показатели, которые представит высший эшелон менеджмента акционерного общества.

Владение предприятием посредством приобретения акций определяет акционеров, на наш взгляд, как основную группу, на которую прежде всего должно ориентироваться акционерное общество при составлении публичной отчетности и определении ее концептуальной насыщенности.

Приобретая акции, акционеры преследуют различные цели и, исходя из этих целей, предпочтение отдают привилегированным или обыкновенным акциям.

Покупая привилегированные акции, акционеры приобретают и ряд привилегий по сравнению с держателями обыкновенных акций, им предоставляются гарантии в получении дивидендов определенного размера, зафиксированного в уставе общества, и право преимущественного получения части имущества общества в случае ликвидации последнего. Интерес этой группы связан с получением и интерпретацией информации о надежности и долговременности своих вложений.

Покупая обыкновенные акции, акционеры получают право голоса в управлении хозяйствующим субъектом. Всех владельцев таких акций можно представить тремя группами:

- а) акционеры, приобретающие акции для получения материальных выгод в виде дивидендов. Сокращение дохода, снижение размера дивидендных выплат затрагивает интересы данной группы и может повлечь за собой массовый сброс акций. Их интересует в основном информация о суммах выплаченных дивидендов;
- б) акционеры, имеющие значительные пакеты акций. Их интересует информация более долгосрочного характера, нежели суммы выплачиваемых дивидендов. Такие акционеры стараются активно вмешиваться в управление акционерным обществом для повышения его конкурентоспособности, рентабельности предпринимательской деятельности;
- в) акционеры, работающие в обществе. Они заинтересованы в получении информации о суммах выплачиваемых дивидендов и перспективах развития общества в будущем, в сохранении рабочих мест. Если данная группа акционеров владеет контрольным пакетом акций, с их стороны возможен диктат интересов над интересами внешних акционеров. Необходимо отметить, что несовпадение интересов различных категорий акционеров влияет на определение политики, проводимой обществом в сторону осуществления интересов группы акционеров с контрольным пакетом акций.

Исходя из вышеперечисленных целей, интерпретация данных публичной отчетности должна охватывать по меньшей мере следующие блоки показателей:

- доходность акций;
- цена акционерного капитала.

Рассмотрим методику исчисления этих блоков показателей и их значение при интерпретации полученных данных.

Итак, доходность акции складывается из двух частей:

- дивидендов, выплачиваемых по акциям;
- рыночной стоимости акции.

Первую составляющую дохода, дивиденд, акционеры получают по результатам хозяйственной деятельности общества и решению Совета Директоров, вторую - держатели акций получают в случае реализации акции.

При интерпретации данных публичной отчетности акционерам необходимо обратиться к анализу выплат дивидендов за несколько временных периодов. Так, тенденции снижения выплачиваемых дивидендов, нерегулярные их выплаты являются для акционеров сигналом избавления от акций данного предприятия. Это

связано прежде всего с тем, что многие акционеры снижения дивидендов расценивают как результат ухудшения финансового положения организации.

Между тем, согласно опыту стран развитой рыночной экономики, не все акционеры выбирают политику текущих дивидендов. И это вполне объяснимо, поскольку держателей обыкновенных акций в основном интересует прирост капитала в будущем. Согласно действующему ФЗ "Об акционерных обществах", дивиденды на обыкновенные акции могут не выплачиваться, если по решению общего собрания акционеров прибыль направляется на развитие производства, освоение рынков сбыта, решение социальных проблем и т.д.

При анализе уровня дивидендов на перспективу целесообразно рассчитывать коэффициент выплаты дивидендов. Приведем расчет данного коэффициента:

$$K_{вд} = \frac{d_{оА}}{P_{оА}}, \quad (1)$$

где

$K_{вд}$ - коэффициент выплаты дивидендов;

$d_{оА}$ - прибыль, выплаченная в виде дивиденда на обыкновенную акцию;

$P_{оА}$ - прибыль, полученная на обыкновенную акцию.

Интерпретация коэффициента выплаты дивидендов полезна держателям акций за период в несколько лет, так как отражает склонность руководства акционерного общества к реинвестированию прибыли либо выплате дивидендов (характеризует дивидендную политику руководства общества).

Второй составляющей дохода на акцию является ее рыночная цена. Рыночная цена акции (в экономической литературе встречаются следующие названия рыночной цены - курсовая, текущая) - это цена акции, по которой она оценивается на вторичном рынке ценных бумаг, отражая равновесие между спросом и предложением на ценные бумаги. Она зависит от многих факторов: конъюнктуры рынка, рыночной нормы дохода, величины и динамики дивиденда, выплачиваемого по акции и т.д.

Для целей анализа рыночной цены акции в практике стран с развитым фондовым рынком используется целая система показателей, среди которых наиболее распространены являются: определение текущей рыночной цены обыкновенных акций при неизменном дивиденде, при постоянном росте дивиденда, при росте дивиденда с изменяющимся темпом прироста. Все эти расчеты являются прерогативой фондовых бирж. Акционерам достаточно взять данные из Отчета Совета Директоров, в котором приводятся сведения о фондовых биржах, продающих акции акционерного общества и динамике рыночной цены акции за ряд лет. Необходимыми сведениями, приводимыми в Отчете Совета Директоров, являются данные об изменениях конъюнктуры рынка, других факторов изменения рыночной цены.

Итак, текущая доходность определяется тем доходом по ценной бумаге, который акционер получает без учета реализации акции. Конечная же доходность определяется доходом по ценной бумаге, который акционер получает при продаже акции или погашении

ее. Она рассчитывается в процентах по отношению к той цене, за которую инвестор приобрел бумагу. Использование текущей или конечной доходности зависит от конкретных интересов пользователей.

Форма расчета текущей и конечной доходности акции выглядит следующим образом:

$$d_{AT} = \frac{S_{OA}}{Z_{OA}} * 100\% \quad (2)$$

где

d_{AT} - доходность акции текущая;

S_{OA} - сумма выплаченных дивидендов на 1 акцию;

Z_{OA} - цена приобретения 1 акции.

$$d_{AK} = d_{AT} + \frac{r_{OA} - Z_{OA}}{Z_{OA}} * 100\% \quad (3)$$

где

d_{AK} - доходность акции конечная;

r_{OA} - рыночная цена акции.

Разница между рыночной ценой акции и ценой приобретения представляет собой изменение рыночной стоимости акции, составляющими которой являются – финансовые результаты, налоги на прибыль, суммы начисленных дивидендов, расходы за счет чистой прибыли на текущее потребление:

$$\Delta r_{OA} = \frac{\pm \Delta P \pm \Delta H_P \pm \Delta Z_P \pm \Delta D_P}{N_{OA}}, \quad (4)$$

где

Δr_{OA} - изменение рыночной стоимости акции;

ΔP - изменение бухгалтерской прибыли;

ΔH_P - изменение налога на прибыль;

ΔZ_P - изменение расходов за счет чистой прибыли на текущее потребление;

ΔD_P - изменение начисленных дивидендов;

N_{OA} - среднее число акций в обращении.

Значение формулы (4) заключается в том, что она показывает зависимость доходности акции не только от внутренних факторов деятельности общества, но и от внешних (в частности и инфляционных процессов в стране, налоговой политики государства и т.п.).

Для России характерна нестабильная налоговая система. Это выражается в постоянных изменениях условий, порядка и ставок налогообложения. Все это, естественно, отрицательно сказывается на доходности акции, так как ставит под сомнение правомерность расчетов эффективности долгосрочных инвестиционных решений. С другой стороны, при неизменной инвестиционной политике эмитента простое снижение ставки налога на прибыль может увеличить доходность акции, а значит повысить привлекательность данного финансового инструмента.

Влияние инфляционных процессов на доходность акции выражается через следующую формулу:

$$d_{AK} = \frac{S_{OA} + \Delta r_{OA}}{Z_{OA}(1 + \tau_I)} * 100\% \quad (5)$$

где

S_{OA} - сумма выплаченных дивидендов на 1 акцию;

Δr_{OAK} - изменение рыночной стоимости акции;

Z_{OA} - цена приобретения 1 акции;

τ_I - темп инфляции.

Из формулы (5) следует, что доходность акции снижается при увеличении темпов инфляции, а также зависит от временного интервала между датой приобретения и датой реализации акции.

Прежде чем отдать предпочтение одному из видов акций, акционер принимает решение, в основе которого лежит цена акционерного капитала. Поэтому западные специалисты уделяют большое внимание расчету цены акционерного капитала. Ими разработаны различные модели определения цены капитала. Но более обоснованной, по мнению многих ученых, является модель определения цены фиксированных активов (CAPM), основанная на оценке вознаграждения за риск:

$$d_{AK} = d_{BW} + \beta(d_{CP} - d_{BW}), \quad (6)$$

где

d_{AK} - цена акционерного капитала;

d_{BW} - ставка дохода по безрисковым вложениям;

d_{CP} - средняя доходность вложений на рынке;

β - коэффициент, отражающий соотношение уровня риска вложения средств в данное предприятие или отрасль и среднерыночного уровня инвестиций.

Расчет цены акционерного капитала с помощью (6) базируется на экспертных оценках и данных о прошлой доходности акций организации и других фирм. А это, в свою очередь, может привести к неточностям в расчетах, однако для сформировавшегося рынка ценных бумаг и капиталов вероятность искажений ничтожна, потому что все экспертные оценки и экстраполяция основываются на длительных наблюдениях большого количества исследователей.

Что же касается российского опыта, то ввиду того, что цивилизованный рынок ценных бумаг еще не сформирован, трудно говорить о каких-либо показателях среднерыночной доходности акций, а тем более рассчитывать коэффициент β . Тем не менее, расчет цены акционерного капитала для целей оценки в условиях российского рынка, по нашему мнению, можно представить с помощью цен, составляющих частей этого капитала. Согласно формуле Гордона, цена источника, представленного привилегированными акциями, может быть выражена с помощью следующей формулы:

$$P_{PA} = \frac{D_{PA}}{R_{PA}}, \quad (7)$$

P_{PA} - цена акционерного капитала, выраженного привилегированными акциями;

D_{PA} - дивидендные выплаты по привилегированным акциям;

R_{PA} - рыночная цена всех привилегированных акций.

Необходимо отметить, что эта оценка может значительно искажаться, если было несколько выпусков акций, в ходе которых они продавались по разной цене. В этом случае для расчета цены акционерного капитала, выраженного привилегированными акциями, можно воспользоваться формулой средней арифметической взвешенной.

Размер дивидендов по обыкновенным акциям заранее не определен и зависит от эффективности работы акционерного общества. Поэтому цену источника средств "обыкновенные акции" можно определить исходя из трендовых показателей выплат дивидендов. Для расчета можно использовать следующую формулу расчета:

$$P_{OA} = S_{OA} \frac{1 + \Delta D_{OA}}{r_{OA}} + \Delta D_{OA}, \quad (8)$$

P_{OP} - цена акционерного капитала, выраженного обыкновенными акциями;

ΔD_{OA} - средний коэффициент прироста дивидендных выплат по обыкновенным акциям;

r_{OA} - рыночная стоимость обыкновенной акции.

Проиллюстрируем приведенные выше формулы примером, исходные данные для которого будут следующими:

- рыночная цена привилегированной акции - $r_{PA} = 4$ тыс. ден. ед.;
- рыночная цена обыкновенной акции - $r_{OA} = 4,20$ тыс. ден. ед.;
- цена приобретения привилегированной акции - $Z_{PA} = 3,8$ тыс. ден. ед.;
- цена приобретения обыкновенной акции - $Z_{OA} = 4$ тыс. ден. ед.;
- сумма выплаченных дивидендов на 1 привилегированную акцию в текущем году - $S_{PA} = 5$ тыс. ден. ед.;
- сумма выплаченных дивидендов на 1 обыкновенную акцию в текущем году - $S_{OA} = 5,04$ тыс. ден. ед.;
- среднегодовой коэффициент прироста дивидендных выплат по обыкновенным акциям - $\Delta D_{OA} = 0,4$.

Используя приведенные данные, рассчитаем текущую рыночную доходность акций с помощью (2):

$$d_{OAA} = \frac{S_{OA}}{Z_{OA}} * 100\% = \frac{5,04}{4} * 100\% = 126\%$$

текущая рыночная доходность привилегированной о акции -

$$d_{PAA} = \frac{S_{PA}}{Z_{PA}} * 100\% = \frac{5}{3,8} * 100\% = 132\%$$

Далее рассчитаем составляющие цен акционерного капитала:

цена акционерного капитала, выраженного обыкновенными акциями, –

$$P_{OA} = S_{OA} \frac{1 + \Delta D_{OA}}{r_{OA}} + \Delta D_{OA} = 5,04 \frac{1 + 0,40}{4,20} + 0,40 = 2,08,$$

цена акционерного капитала, выраженного привилегированными акциями, –

$$P_{PA} = \frac{D_{PA}}{R_{PA}} = \frac{5}{4} = 1,25.$$

Из приведенных данных видно, что при принятии решения о приобретении акций более выгодной будет для акционеров покупка привилегированных акций. Это связано прежде всего с тем, что текущая рыночная доходность у привилегированных акций выше на 6%, чем у обыкновенных акций. А также тем, что на каждый рубль получаемых дивидендов акционер, имеющий привилегированные акции, платит 1,25 рублей, в то время как акционер, имеющий обыкновенные акции, платит 2,08 рублей.

Очевидно, что такие расчеты и их интерпретацию любой акционер сможет производить без особого труда, имея публичную отчетность интересующего его хозяйствующего субъекта. Помимо этого, держатели акций, имея возможность получить публичную отчетность других предприятий, смогут сравнить различные варианты использования денежных ресурсов.

Ограничение финансовых ресурсов у акционерного общества для его развития влечет за собой обращение к долговым финансовым ресурсам: кредитам, облигациям, лизингу, факторингу и т.п. Любое лицо, снабжающее общество долговыми финансовыми ресурсами, является его деловым партнером. Предоставляя финансовые ресурсы, деловые партнеры получают вознаграждение (процент) за эти ресурсы. Но надо отметить, что предоставленные финансовые ресурсы подвергаются риску невозврата. Чтобы уменьшить этот риск, деловые партнеры используют следующие экономические и юридические механизмы ограничения риска:

- а) требование материального обеспечения под займ;
- б) гарантии третьих лиц;
- в) приоритет перед собственниками в выплате процентов, в погашении долга, если акционерное общество ликвидируется;
- г) ограничение предельной величины долга;
- д) страхование риска невозврата кредита, ссуды и т.п.

Средством же контроля за выполнением взятых партнером обязательств служит публичная отчетность. Целью изучения публичной отчетности деловыми партнерами является оценка способности акционерного общества своевременно погашать свои долги. Исходя из вышеназванной цели, перед деловыми партнерами при интерпретации публичной отчетности встают следующие задачи:

Оценка ликвидности общества (в краткосрочной перспективе).

Анализ платежеспособности общества (в долгосрочной перспективе).

Рассмотрим основные шаги по решению вышеназванных задач.

Оценка ликвидности общества в краткосрочной перспективе

К показателям, характеризующим ликвидность в краткосрочной перспективе организации, относятся:

- коэффициент абсолютной ликвидности;
- коэффициент промежуточной ликвидности;
- коэффициент покрытия.

Коэффициент абсолютной ликвидности (K_{AL}) (коэффициент лакмусовой бумажки) рассчитывается по формуле:

$$K_{AL} = \frac{D + B}{L_{кр}}, \quad (9)$$

где

D - денежные средства;

B - ценные бумаги;

$L_{кр}$ - краткосрочные обязательства.

Однако, на наш взгляд, так упрощенно рассчитывать показатель абсолютной ликвидности недопустимо, так как в числителе могут содержаться статьи «неликвидного характера», такие как:

- денежные средства, арестованные или зарезервированные на определенные цели;
- ценные бумаги, не котирующиеся на фондовом рынке.

В связи с этим числитель следует подвергнуть тщательной ревизии. Из знаменателя также следует исключить «Доходы будущих периодов», «Резервы предстоящих расходов», так как данные средства не являются заемными, а принадлежат хозяйствующему субъекту.

Эмпирическое значение данного показателя варьируется в пределах $>или= 0,2 - 0,25$.

Коэффициент промежуточной (K_{PL}) (быстрой, срочной) **ликвидности** рассчитывается по формуле:

$$K_{PL} = \frac{D + B + Z_{кр}}{L_{кр}}, \quad (10)$$

где

$Z_{кр}$ - краткосрочная дебиторская задолженность (дебиторская задолженность со сроком погашения до 6 месяцев).

Быструю ликвидность может характеризовать дебиторская задолженность со сроком погашения только до 6 месяцев. Денежные средства и ценные бумаги, корректируются как и в предыдущем случае (при расчете коэффициента абсолютной ликвидности).

Коэффициент покрытия (K_P) (текущей ликвидности, общего покрытия), исходя из сложившейся практики, определяется следующим образом:

$$K_P = \frac{A_{OB}}{L_{кр}}, \quad (11)$$

где

A_{OB} - оборотные активы.

Все, что было подвергнуто корректировке в первых двух случаях, при расчете коэффициента покрытия также используется. Далее из числителя исключается:

- дебиторская задолженность со сроком погашения более 1 года. Абсурдно, когда дебиторская задолженность со сро-

ком погашения более 1 года приравнивается к ликвидным активам (стр.230);

- стр. 220 «Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям». Исходя из своей экономической сути, НДС не является оборотным активом, а является налогом;
- стр. 210 «Запасы». Из данной итоговой суммы исключаются запасы и затраты, утрачивающие свои качества в результате хранения, транспортировки и т.п.;
- стр.214 «Готовая продукция». Ее отражение в статической форме (бухгалтерском балансе) может свидетельствовать о неконкурентоспособности продукции. Рекомендуемое значение данного показателя $>или= 2$.

Низкое значение показателя характеризует возрастающий риск неплатежеспособности. Высокое значение коэффициента покрытия так же нежелательно, т.к. его рост может быть связан с замедлением оборачиваемости средств, вложенных в запасы, с неоправданным риском дебиторской задолженности.

Помимо содержательной части вышеназванных показателей их эмпирические значения для российской практики чрезмерно завышены. При оценке ликвидности, используя эмпирические значения, не менее трех четвертых исследуемых предприятий попадают в категорию неликвидных. В нормативах оценки ликвидности не отражается отраслевая специфика. Между тем, степень ликвидности для предприятий различна, исходя из их форм собственности, отраслевой принадлежности и пр.

Таким образом, одним из важных вопросов, имеющим в настоящее время теоретическую и практическую значимость, является статистическое исследование нормативных значений показателей ликвидности, где они будут обоснованы российской практикой, отраслевой принадлежностью организации и прочими факторами.

Показатель, дополняющий коэффициенты ликвидности, - **норма денежных резервов** (N_{DR}):

$$N_{DR} = \frac{D + B}{A_{OB} - H_{НДС} - G_{пр} - Z_{дс}}, \quad (12)$$

где

$H_{НДС}$ - налог на добавленную стоимость;

$G_{пр}$ - готовая продукция;

$Z_{дс}$ - долгосрочная дебиторская задолженность (дебиторская задолженность со сроком погашения более 1 года).

Интерпретация этого коэффициента свидетельствует, в случае его высоких значений, что в отношении денежных резервов существует минимальная опасность потери стоимости при ликвидации предприятия и что практически не надо временного лага для обращения этих активов в денежную наличность.

Оценка ликвидности общества (в краткосрочном периоде) дополняется анализом эффективности использования имеющихся у предприятия ресурсов.

В экономической литературе приводится большое количество данных коэффициентов, а это в свою очередь усложняет аналитическую деятельность деловых партнеров. Поэтому, очевидно, необходим качественный отбор коэффициентов, способствующий, при анализе эффективности использования имеющихся у организации ресурсов, базироваться на расчете относительно небольшого количества показателей при выборе правильных экономических решений.

С учетом вышесказанного, из всего изобилия коэффициентов мы предлагаем остановиться на рассмотрении следующих:

Коэффициент оборачиваемости запасов (K_{Oz}):

$$K_{Oz} = \frac{S_{реал}}{Q_{ср}}, \quad (13)$$

где $S_{реал}$ - себестоимость проданных товаров_продукции, работ, услуг;
 $Q_{ср}$ - средняя величина запасов.

Оборачиваемость запасов в днях (U_{Oz}):

$$U_{Oz} = \frac{Q_{ср}}{S_{реал}} * 360. \quad (14)$$

Коэффициент оборачиваемости запасов характеризует политику закупок. Если уровень оборачиваемости запасов ниже уровней за предыдущие годы или же ниже среднеотраслевого уровня, это свидетельствует о том, что из-за плохого качества запасов могут возникнуть проблемы покрытия издержек. Необходимо отметить, что значение данного коэффициента зависит от характера деятельности организации, это необходимо учитывать пользователю при интерпретации публичной отчетности. В зависимости от специфики деятельности предприятия, ему необходимо иметь определенный уровень запасов, чтобы поддерживать соответствующий уровень продаж. Из-за риска хранения и понижения стоимости, при необходимости продажи запасов, они обычно считаются менее ликвидными, чем дебиторская задолженность. Однако в некоторых случаях готовая продукция, сырье и комплектующие изделия имеют широкий рынок сбыта и могут быть проданы без особых усилий и выгодно для предприятия.

Многие предприятия, осуществляющие продажи в кредит, в составе рабочего капитала имеют значительную часть дебиторской задолженности и векселей к получению, поэтому для таких предприятий необходим анализ оборачиваемости дебиторской задолженности на основе показателя ее оборота.

Средний срок погашения дебиторской задолженности (дней) (T_z):

$$T_z = \frac{L_{кр}^{ср}}{P_{кр}}, \quad (15)$$

где $L_{кр}^{ср}$ - средняя дебиторская задолженность;
 $P_{кр}$ - средний объем продаж в кредит за 1 день.

Такой анализ возможен только в случае присутствия в публичной отчетности разграничивающих данных по продажам в кредит и за наличные. В связи с большой значимостью таких данных для деловых партнеров, предприятиям, имеющим значительные объемы продаж в кредит, необходимо предоставление этих данных.

Интерпретация коэффициента погашения дебиторской задолженности свидетельствует о том, сколько времени требуется дебиторам организации для опла-

ты своих долгов, высокие значения показателя являются сигналом несостоятельности деловых партнеров.

Наряду с показателями дебиторской задолженности необходим анализ кредиторской задолженности. Такой анализ можно провести с помощью следующих коэффициентов:

Средний срок погашения кредиторской задолженности (дней) ($T_{кр}$):

$$T_{кр} = \frac{L_{кр}}{S_{реал}}, \quad (16)$$

где $L_{кр}$ - кредиторская задолженность;
 $S_{реал}$ - затраты на производство продукции, реализованной за 1 день:

$$S_{реал} = \frac{S_{реал}}{T}, \quad (17)$$

где $S_{реал}$ - затраты на производство продукции, реализованной за период;

T - число дней в периоде.

На основе Отчета о движении денежных средств деловые партнеры имеют возможность оценить первичные источники погашения долга акционерным обществом, а именно оценить его денежные потоки. Необходимым условием принятия решения о предоставлении акционерному обществу определенной суммы займа является наличие у него собственных источников погашения обязательств.

Рассмотрим пример анализа прогнозируемого денежного потока, который должен соответствовать планируемому сроку предоставления займа деловым партнером.

Таблица 1
РАСЧЕТ ПРОГНОЗИРУЕМОГО ЧИСТОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

усл. ден. ед.

Показатели	Источник информации:	Анализируемый период			Расчетный показатель
		1	2	3	
А	1	2	3	4	5
1. Денежный поток от всех видов деятельности	Отчет о движении денежных средств	1 500	1 600	1 200	X
2. Средний денежный поток от всех видов деятельности	Расчет по средней арифметической	X	x	x	1 433
3. Средний темп роста денежного потока за анализируемый период	По формуле цепных индексов	X	x	x	0,905
4. Прогнозируемый на будущий период денежный поток с учетом сложившегося среднего темпа	п.2 x п.3	X	x	x	1 297

Показатели	Источник информации:	Анализируемый период			Расчетный показатель	
		1	2	3		
А	Публичная отчетность	1	2	3	4	5
5.	Прогнозируемые денежные поступления дебиторской задолженности в период предоставления (т.е. получения) займа	Баланс, расшифровка дебиторской задолженности по срокам	X	x	x	+500
6.	Прогнозируемая кредиторская задолженность, подлежащая погашению в период предоставления ссуды	Баланс, расшифровка кредиторской задолженности по срокам	X	x	x	-900
7.	Прогнозируемый чистый поток денежных средств	п.4 + п.5 - п.6				+897

Из данных проведенного анализа видно, что деловой партнер может предоставить денежные средства на заем данному акционерному обществу сроком на 1 год в сумме, не превышающей 897 усл. ден. ед. Эта сумма представляет собой величину максимально возможно риска предоставления займа акционерному обществу.

Рассмотрим следующий пример, используя данные табл. 2.

В данном примере чистый поток денежных средств оказался отрицательным. Это может означать, что предприятие имеет большую сумму нереальной дебиторской задолженности, а также просроченную кредиторскую задолженность в больших размерах. Деловой партнер на основе данного анализа должен сделать вывод, что, предоставляя заем, он не имеет никаких гарантий его погашения. Анализ статичных показателей ликвидности по данным баланса мог этого не раскрыть. Ведь часто на практике у прибыльного предприятия не хватает денежных средств для расчетов с деловыми партнерами.

Таблица 2
РАСЧЕТ ПРОГНОЗИРУЕМОГО ЧИСТОГО ДЕНЕЖНОГО ПРИТОКА

усл. ден. ед.

Показатели	Источник информации:	Анализируемый период			Расчетный показатель	
		1	2	3		
А	Публичная отчетность	1	2	3	4	5
1.	Денежный поток от всех видов деятельности	Отчет о движении денежных средств	1 500	1 600	1 200	x
2.	Средний денежный поток от всех видов деятельности	Расчет по средней арифметической	x	x	x	1 433
3.	Средний темп роста денежного потока за анализируемый пери-	По формуле цепных индексов	x	x	x	0,905

Показатели	Источник информации:	Анализируемый период			Расчетный показатель	
		1	2	3		
А	Публичная отчетность	1	2	3	4	5
од						
4.	Прогнозируемый на будущий период денежный поток с учетом сложившегося среднего темпа	п.2 x п.3	x	x	x	1 297
5.	Прогнозируемые денежные поступления дебиторской задолженности в период предоставления займа	Баланс, расшифровка дебиторской задолженности по срокам	x	x	x	+200
6.	Прогнозируемая кредиторская задолженность, подлежащая погашению в период предоставления ссуды	Баланс, расшифровка кредиторской задолженности по срокам	x	x	x	-1 600
7.	Прогнозируемый чистый поток денежных средств	п.4 + п.5 - п.6				-103

Использование рекомендуемых показателей денежного потока позволяет:

- уточнить оценку ликвидности в связи с различиями между методом определения дохода общества и методом исчисления денежного потока;
- уточнить оценку ликвидности на основе сочетания статической и динамической оценок;
- получить прогнозируемый чистый денежный поток, который, по нашему мнению, представляет собой величину максимально допустимого риска по предоставлению займа, кредита данному акционерному обществу.

Анализ платежеспособности общества в долгосрочной перспективе

При предоставлении ссуд, долгосрочных кредитов акционерному обществу деловые партнеры интересуются его платежеспособностью на перспективу.

Процесс оценки долгосрочной платежеспособности предприятия значительно отличается от процесса оценки краткосрочной платежеспособности. Из-за охвата большого временного периода показатели долгосрочной платежеспособности являются менее специфичными и более всеохватывающими, что уменьшает значение прогнозов. Поэтому при оценке долгосрочной платежеспособности деловые партнеры могут воспользоваться статическими показателями платежеспособности: показателями структуры капитала, покрытия активов, прибыли и рентабельности.

Структура капитала оказывает непосредственное влияние на риск и предел безопасности деловых партнеров. Чем больше доля заемных средств в общей структуре капитала предприятия, тем больше сумма платежей с фиксированными сроками и обязательств по уплате и тем большая вероятность цепи событий, ведущих к неспособности выплатить проценты и основную сумму долга. Деловые партнеры предпочитают

как можно большую величину собственного капитала в качестве буфера, который защитит от убытков из-за неблагоприятных условий деятельности.

Для того чтобы измерить риск и предел безопасности вложенных в акционерное общество средств, деловым партнерам необходимо составить детализированный отчет об обязательствах и собственном капитале, как это показано в табл. 3

Таблица 3
СТРУКТУРНЫЙ АНАЛИЗ ЗАЕМНЫХ СРЕДСТВ И СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

№	Показатели	Периоды				
		1-ый	2-ой	3-ий	4-ый	5-ый
А	1	2	3	4	5	6
1.	Краткосрочная кредиторская задолженность					
2.	Долгосрочная кредиторская задолженность					
3.	Собственный капитал, в том числе: привилегированные акции обыкновенные акции нераспределенная прибыль					
4.	Всего обязательств и собственного капитала (п.1 + п.2 + п.3)					
5.	Коэффициент финансирования (п.3 : (п.1 + п.2))					
6.	Коэффициент независимости (п.3 : п.1)					
7.	Коэффициент финансовой устойчивости ((п.3 + п.2) : п.4)					

Расчетные показатели, отраженные в табл. 3, являются показателями риска. Чем выше доля заемных средств, тем больше постоянные издержки на выплату процентов и основной суммы долга, тем выше вероятность неплатежеспособности во время длительных периодов снижения прибыли.

Эмпирические значения и интерпретация коэффициентов, представленных в табл. 3, свидетельствует о следующем:

- значение коэффициента финансирования менее 1 свидетельствует о неплатежеспособности общества;
- значение коэффициента финансовой устойчивости заключается в том, что он показывает удельный вес источников финансирования длительного использования;
- эмпирическое значение коэффициента независимости более 0,5 гарантирует погашение предприятием своих обязательств.

При изучении публичной отчетности деловым партнерам не следует делать окончательные выводы по эмпирическим значениям. Для качественного анализа им необходимо учесть отраслевую специфику общества. Уровень коэффициентов может быть значительно ниже рекомендуемых на предприятии с высокой оборачиваемостью активов, устойчивым спросом на продукцию.

Расчет перечисленных показателей полностью базируется на данных баланса, который носит статичный характер. Поэтому такой расчет полезен только при сравнении с аналогичными показателями за несколько временных периодов. Дополнив структурный анализ собственного капитала и заемных средств расчетом

коэффициента покрытия процентных выплат, можно углубить анализ кредитоспособности предприятия.

Согласно опыту стран развитой рыночной экономики коэффициент покрытия процентных выплат ($K_{пр}$) рассчитывается следующим образом:

$$K_{пр} = \frac{P_{доН}}{M_{пр}}, \quad (18)$$

где

$P_{доН}$ - прибыль до уплаты налогов и процентов;

$M_{пр}$ - расходы по процентам.

Коэффициент покрытия процентных выплат не имеет эмпирических значений, и поэтому деловым партнерам полезен анализ данного показателя за несколько временных периодов.

Прибыль является наиболее важным показателем финансовой устойчивости и наиболее надежным источником для долгосрочной выплаты процентов и основной суммы долга. Обоснованный и стабильный тренд прибыли - одна из лучших гарантий кредитоспособности предприятия в период дефицитности денежных средств и его способности в дальнейшем выйти из затруднительного положения, которое может привести к неплатежеспособности.

С помощью абсолютных показателей прибыли (бухгалтерской, чистой, реинвестированной) деловые партнеры общества могут проанализировать динамику рота (снижения) прибыли. Но надо сказать, что в условиях инфляции такие показатели будут иметь скорее арифметический, чем экономический смысл (если не использовать способы пересчета в сопоставимые цены). В связи с этим деловым партнерам, для правильной оценки прибыли от деятельности предприятия, необходимо обратиться к анализу относительных показателей прибыли, так как они практически не подвержены инфляции.

Основную группу показателей прибыльности составляют коэффициенты рентабельности. Существует множество расчетных формул коэффициентов рентабельности, на наш взгляд, деловым партнерам достаточно ограничиться анализом рентабельности оборота, рентабельности активов, рентабельности обслуживания долга. Из множества модификаций данных показателей в экономической литературе мы остановимся на расчете следующих:

Коэффициент рентабельности оборота

$$K_R^{об} = \frac{D_{чист}}{W_{пр}}, \quad (19)$$

где

$D_{чист}$ - чистый денежный поток;

$W_{пр}$ - выручка (нетто) от продажи товаров, работ, услуг.

Коэффициент рентабельности активов (K_R^A):

$$K_R^A = \frac{D_{чист}}{A_{ср}}, \quad (20)$$

где

$\frac{D_{\text{учст}}}{A_{\text{ср}}}$ - среднегодовая величина активов.

Коэффициент обслуживания долга ($K_{\text{обсл}}^L$):

$$K_{\text{обсл}}^L = \frac{D_{\text{учст}}}{L_{\text{об}} + M_{\text{об}}}, \quad (21)$$

где

$L_{\text{об}}$ - сумма основного долга по обязательствам;

$M_{\text{об}}$ - проценты, выплачиваемые по обязательствам.

Рост показателей рентабельности в динамике свидетельствует об эффективном использовании имеющегося потенциала у предприятия, о возможности обеспечивать интересы деловых партнеров наличными средствами. При анализе рентабельности полезно проводить сравнение аналогичных данных предприятий-конкурентов и общепромышленных показателей.

Показатели, рассмотренные выше, позволяют деловым партнерам проводить качественный анализ предъявляемой им публичной отчетности и тем самым помогут избежать контакта с несостоятельными предприятиями, уменьшить риск невозврата вложенных капиталов.

Публичная отчетности акционерных обществ является также одним из важнейших источников информации для потенциальных инвесторов в оценке эффективности вариантов вложения собственного капитала. Инвестиционная активность данной категории пользователей во многом предопределена информированностью деловых кругов об условиях и последствиях размещения капитала в производственные и финансовые проекты.

Инвесторы, анализируя публичную отчетность, пытаются сделать заключение о том, каковы финансовые перспективы акционерного общества в будущем, стоит ли вкладывать в него средства. Важным индикатором, характеризующим цели инвесторов, является долговременность инвестиций. Краткосрочный инвестор надеется, что его оценка вероятного курса движения ценных бумаг на рынке позволит ему быстро заработать крупную сумму. Долгосрочный инвестор, естественно, гораздо более заинтересован в росте дивидендов и доходов. Инвесторы надеются на то, что из отчетности и материалов раскрытия учетной политики акционерного общества можно оценить обязательства по привлеченным источникам финансирования, определить размер внешних долгов предприятия при его ликвидации, продаже, реорганизации и т.д. В данном контексте для инвесторов приоритетное значение имеет экономико-правовая структура баланса акционерного общества, дифференциация инвестиционной и финансовой части баланса по группам балансовых счетов, которые поддаются обработке методами финансовой математики и бизнес-статистики. Институциональные инвесторы следят за изменением показателей в публичной отчетности интересующих их предприятий с помощью профессиональных аналитиков. Иностранные инвесторы хотят понимать отчеты иностранных компаний с точки зрения правильности и сопоставимости данных.

Исходя из вышеперечисленных целей, основными задачами при анализе и интерпретации публичной отчетности инвесторами являются:

- оценка финансовой эффективности решения по инвестированию средств;
- анализ индикаторов информационного мониторинга капитальных вложений;
- оценка предпочтительности альтернативных сфер вложений капитала.

Выбор объектов эффективного вложения капитала является сложной задачей для инвесторов. Требуется максимально учесть особенности и условия инвестирования в конкретное предприятие, рассчитать минимальную норму прибыли, ожидаемую потенциальными инвесторами от своих вложений.

На степень финансовой эффективности решения по инвестированию средств оказывают влияние многие факторы, решающее значение среди которых занимают: уровень инфляции, степень предпринимательского риска, цена капитала предприятия.

На наш взгляд, о последнем факторе следует сказать особо, поскольку именно средневзвешенная цена капитала предприятия представляет минимальную норму прибыли, ожидаемую потенциальными инвесторами от своих вложений.

Существование множества альтернативных методических и методологических подходов к оценке "цены" собственного и привлеченного капитала в развитых странах влечет за собой значительные проблемы для участников инвестиционного процесса. Что же касается российского рынка, то проблема расчета "цены" капитала инвесторами еще более остра. Дело в том, что большинство предлагаемых методик расчета не подходит инвесторам из-за отсутствия данных, представленных в бухгалтерских отчетах.

Методика расчета отдельных составляющих собственного капитала представляет собой отношение полученных материальных благ от вложения средств:

Цена собственного капитала предприятия ($C_K^{\text{соб}}$):

$$C_K^{\text{соб}} = \frac{P_{\text{OA}}^{\text{баз}} + P_{\text{OA}}^{\text{раз}}}{W_{\text{пр}}^{\text{ср}}}, \quad (22)$$

где

$P_{\text{OA}}^{\text{баз}}$ - базовая прибыль (убыток) на акцию;

$P_{\text{OA}}^{\text{раз}}$ - разводная прибыль (убыток) на акцию;

$W_{\text{пр}}^{\text{ср}}$ - средняя величина собственного капитала предприятия.

Цена заемного капитала предприятия ($C_K^{\text{заем}}$):

$$C_K^{\text{заем}} = \frac{P_{\text{заем}}^{\text{ср}}}{W_{\text{заем}}^{\text{ср}}}, \quad (23)$$

где

$P_{\text{заем}}^{\text{ср}}$ - процент за пользование заемным капиталом;

$W_{\text{заем}}^{\text{ср}}$ - средняя цена заемного капитала предприятия.

При расчете цены собственного и заемного капитала потенциальные инвесторы определяют сферу прило-

жения своих средств. Исходя из анализа сферы предпочтительного приложения капитала, в дальнейшем потенциальный инвестор становится или акционером, или деловым партнером. Если же его не удовлетворяют результаты полученного расчета, он ищет другую сферу приложения своего капитала.

Определение цены капитала - это промежуточный этап в оценке эффективности инвестиционных проектов. Далее следует обратиться к анализу индикаторов текущего информационного мониторинга.

Проводить информационный мониторинг необходимо комплексно, с учетом всех аспектов финансового состояния предприятия. Комплекс показателей, необходимых для мониторинга, включает показатели: доходность акций, соотношение собственных и заемных средств, ликвидность, рентабельность и т.д. Часть показателей рассмотрена нами выше. Поэтому остановимся на расчете не рассмотренных ранее показателей.

Коэффициент отдачи на инвестиционный капитал ($K_A^{инвест}$):

$$K_A^{инвест} = \frac{P^{чист}}{L_{соб}^{cp} + L_{долг}^{cp}}, \quad (24)$$

где $P^{чист}$ - чистая прибыль (убыток) отчетного периода;

$L_{соб}^{cp}$ - среднегодовая величина собственных заемных средств;

$L_{долг}^{cp}$ - среднегодовая величина долгосрочных заемных средств.

Данный коэффициент важен потенциальным инвесторам для характеристики качества управления руководством общества, способности общества получать достаточную прибыль на инвестиции. Он намного надежнее для прогнозирования долгосрочного благополучия предприятия, чем любые показатели финансовой устойчивости.

Коэффициент отдачи на акционерный капитал ($K_A^{акц.}$):

$$K_A^{акц.} = \frac{P^{чист}}{W_A^{cp}}, \quad (25)$$

где W_A^{cp} - среднегодовая величина акционерного капитала.

Данный показатель очерчивает верхнюю границу потенциального развития производства и верхний уровень дивиденда. Например: если коэффициент отдачи на акционерный капитал равен 0,5, то это говорит о том, что предприятие может увеличить собственные средства на 50% либо выплатить 50%-ные дивиденды, предприятие также может направить прибыль частично на реинвестирование, а частично – на выплату дивидендов.

Анализ динамики коэффициента отдачи на собственный капитал в сравнении с динамикой коэффициента отдачи на инвестиционный капитал позволит потенциальным инвесторам отдать предпочтение либо

финансовым вложениям в определенные проекты, либо стать акционером.

Рентабельность собственного капитала ($K_R^{соб.}$):

$$K_R^{соб.} = \frac{P^{чист}}{W_A^{cp}}$$

где

W_A^{cp} - среднегодовая величина собственного капитала.

Данный показатель является критерием инвестиционной привлекательности для потенциальных инвесторов, так как характеризует уровень использования собственных средств. Динамика коэффициента влияет на котировку акций на фондовой бирже.

Коэффициент отношения чистой прибыли к привилегированным акциям (K_{PA}^P):

$$K_{PA}^P = \frac{P^{чист}}{C_{PA}^{акц}}, \quad (27)$$

$C_{PA}^{акц}$ - номинальная стоимость привилегированных акций.

Коэффициент отношения чистой прибыли к привилегированным акциям определяет степень гарантированности дивидендов, влияет на курс акций. Служит для потенциальных инвесторов индикатором инвестиционной привлекательности.

Оценка предпочтительности альтернативных сфер приложения капитала. При существовании альтернативных сфер приложения капитала потенциальным инвесторам следует проранжировать все предлагаемые проекты по величине соответствующих им норм наращения капитала. Далее ранжированию следует подвергнуть показатели информационного мониторинга. И затем выбрать сферу предпочтительного приложения капитала.

В настоящее время в России субъекты рынка начинают обращаться к технике инвестиционного анализа. Все это повышает значимость и необходимость овладения техникой анализа и оценки инвестиционных проектов потенциальными инвесторами.

Никофорова Елена Владимировна